

## EINDVERHANDELINGEN

### **De invloed van Corporate Governance op de waardering en prestaties van ondernemingen**

**Wouter DUTILLIEUX** (KULeuven, Licentiaat TEW (2005))

*Promotor: Prof. Dr. A. Gaeremynck  
Werkleider: A. Renders*

De voorbije jaren heeft corporate governance sterk aan belang en populariteit gewonnen. Maar heeft corporate governance of deugdelijk bestuur ook werkelijk betekenis? De relevantie ervan is zeker toegenomen na de recente reeks van boekhoudschandalen. Om het geschokte vertrouwen van de belegger te herstellen, werden diverse maatregelen genomen. Alom gekend is de Amerikaanse Sarbanes - Oxley wet die in grote mate een reactie was op het Enron-schandaal. Ook in België kwam er een corporate governance wet nadat de zaak Lernout & Hauspie het nodige stof had doen opwaaien. Er werd echter gewacht op de Amerikaanse wetgeving voor de Belgische wet er kwam. Recenter was er de affaire Picanol waar onduidelijkheid rond de vergoeding van de CEO voor een schandaal zorgde. Het wakkerde meteen ook de discussie rond de publicatie van de vergoedingen van managers en bestuurders aan. De affaire viel ongeveer samen met de publicatie van de langverwachte Belgische corporate governance code die werd opgesteld door de commissie Lippens. Deze code moet ondernemingen een kader bieden om de nodige corporate governance mechanismen te ontwikkelen.

Corporate governance lijkt dus alomtegenwoordig, maar wordt de investeerder er ook beter van? Het is deze vraag die ons vooral interesseert en waarop het onderzoek dan ook wordt gericht. Hierboven werd al duidelijk dat corporate governance vooral een reactie is op de schandalen. De motivatie om een corporate governance systeem in te voeren is dus eerder negatief: namelijk het vermijden van schandalen, risico's beheersen, ... Op zich zijn deze drijfveren wel noodzakelijk en zal corporate governance deze problemen ook aanpakken. Maar slechts zelden wordt gekozen voor deugdelijk bestuur omwille van de positieve effecten op de prestaties van ondernemingen. Waarom eigenlijk niet? Zijn er geen positieve effecten? Zijn de kosten groter dan de baten? Hoe waardeert de beurs corporate governance? Deze vragen worden als uitgangspunt genomen en er worden in de mate van het mogelijke antwoorden voor gezocht.

Concreet worden twee onderzoeksvragen centraal gesteld. Ten eerste: wat is het effect van corporate governance op de prestaties van ondernemingen? Ten tweede: hoe worden de corporate governance inspanningen gewaardeerd door investeerders en beleggers? Voor de eerste vraag zal rekening gehouden worden met zowel de boekhoudkundige resultaten als met de prestaties op de aandelenmarkt. De tweede vraag zal zich uiteraard meer toespitsen op de aandelenmarkt.

Om deze vragen echter goed te kunnen beantwoorden moet eerst en vooral duidelijk zijn wat corporate governance inhoudt. Corporate governance is een geheel van mechanismen om principaal-agentproblemen aan te pakken. Er zijn twee dominante corporate governance stromingen die vooral gekend zijn als het Angelsaksische en het Continentale model. Hoewel beide systemen hun voor- en nadelen hebben, lijkt het Angelsaksische model toch beter te functioneren. Dat is althans de perceptie van heel wat beleggers en onderzoekers.

De meeste wetgevende initiatieven over corporate governance zijn van relatief recente datum. De Belgische wet werd midden 2002 goedgekeurd en de corporate governance code is pas eind 2004 gepubliceerd. In de Verenigde Staten werd al in 1999 het Blue Ribbon Committee rapport opgesteld. De Sarbanes - Oxley wet daarentegen werd pas in 2002 ingevoerd, dus na het Enron-schandaal. Hoewel er een aantal belangrijke verschillen bestaan tussen de Belgische en

Amerikaanse wetgeving zijn er ook diverse gelijkenissen. Opvallend is de nadruk die in beide landen wordt gelegd op het auditcomité. Daarom wordt ook hier specifiek de invloed van dit comité nagegaan.

Onderzoek kan zich dus richten op corporate governance als geheel of op specifieke mechanismen zoals het auditcomité. Deze opsplitsing komt terug in ons empirisch onderzoek. In de literatuurstudie is er bijzondere aandacht voor corporate governance indexen waarmee het effect van corporate governance op de prestaties wordt gemeten. In alle bijdragen over corporate governance wordt een positief verband vastgesteld met de prestaties en waardering van ondernemingen. Uit onderzoek over het auditcomité blijkt het belang van de onafhankelijkheid en de financiële expertise van dit comité. Deze factoren hebben een invloed op de hoeveelheid winstmanipulatie, op de kwaliteit van financiële rapportering en zelfs op de waardering van de onderneming.

Ons empirisch onderzoek heeft als doelstelling om na te gaan of corporate governance wel degelijk een effect heeft voor België en Nederland. Daarom worden een aantal hypothesen opgesteld, om die daarna via regressieanalyse voor een steekproef te onderzoeken. De eerste hypothese stelt dat het auditcomité door de markt wordt gewaardeerd omdat het de kwaliteit van de financiële informatie verhoogd. Daarnaast stelt de tweede hypothese dat de raad van bestuur de intrinsieke prestaties van de onderneming verbetert en zo onrechtstreeks ook zorgt voor een betere marktwaardering. De steekproef bevat ondernemingen die genoteerd zijn op Euronext Brussel of Euronext Amsterdam. Er wordt een survey verzonden naar al deze ondernemingen en ook hun online jaarverslagen worden geraadpleegd. Daarnaast worden een aantal controlevariabelen opgezocht via Datastream Advance. De steekproef telt iets meer Belgische ondernemingen dan Nederlandse. Om de hypothesen na te gaan, worden een corporate governance index (CGI) en een auditcomité-index (ACI) opgesteld. Met behulp van de verzamelde gegevens worden deze indexen geconstrueerd. Daarna wordt nagegaan wat het effect is op zowel de boekhoudkundige prestaties als op de waardering door de markt. Deze prestaties worden ruim gemeten met behulp van meerdere prestatie-indicatoren. Tegelijk wordt over alle scores heen een algemene rangorde bepaald.

Voor corporate governance in het algemeen en de raad van bestuur is het verwachte positieve verband met de prestaties afwezig. Verder onderzoek toont echter aan dat elementen van de index wel voor significante positieve resultaten zorgen. Een reden voor de afwezigheid van een verband is dat de aanvankelijke extra kosten van corporate governance het positieve effect kunnen teniet doen. Op lange termijn moet het positieve effect van beter bestuur echter doorwegen. Bovendien wordt de hoeveelheid winstmanipulatie ingeperkt, waardoor de onderneming slechter lijkt te presteren.

Voor het auditcomité ondersteunen de resultaten één van beide hypothesen. Het auditcomité oefent geen invloed uit op de boekhoudkundige prestaties. Dit is wat we verwachten. Maar een sterk auditcomité lijkt niet gewaardeerd te worden door de markt. Dit komt niet overeen met de hypothese noch met de resultaten uit de literatuur. Het is niet noodzakelijk zo dat het auditcomité geen invloed uitoefent op de marktprestaties. Sommige elementen van het comité kunnen een positieve invloed hebben terwijl andere een negatieve invloed hebben. Het netto-effect zou dan niet significant zijn.

De prestaties van ondernemingen worden zeker niet negatief beïnvloed door corporate governance. Uit het eigen onderzoek blijkt er geen significante invloed maar resultaten uit de literatuur tonen wel een positieve invloed. Daarnaast komt nog het feit dat er ook veel niet-meetbare effecten zijn. Door goede corporate governance zal het imago van een onderneming beter zijn en worden fraudezaken vermeden. We mogen daarom concluderen dat corporate governance de moeite loont en de prestaties ten goede komt. Dit neemt niet weg dat corporate governance zeker op korte termijn tijd en geld zal kosten. Kiezen voor deugdelijk bestuur moet dus gezien worden als een investering waarvan de vruchten pas op lange termijn volledig zullen worden geplukt.

Het toegenomen belang van corporate governance en de wettelijke verplichtingen die dit met zich meebrengt, moeten niet enkel meer als een kostenfactor worden gezien. Er zijn namelijk ook opbrengsten aan verbonden. Er moet echter wel rekening gehouden met de schaal van ondernemingen en van de effecten. Het is duidelijk dat hoewel deugdelijk bestuur ook voor een KMO een aan te moedigen principe is, het onzinnig zou zijn om even strenge regels op te leggen als voor beursgenoteerde ondernemingen. De doelstelling van deugdelijk bestuur moet dus in evenwicht blijven met de economische belangen van ondernemingen. In België heeft de

overheid hiermee rekening gehouden door een afzonderlijke code voor KMO's te voorzien. Ook dankzij de "pas toe of leg uit"-aanpak in de code Lippens wordt een al te rigide kader vermeden. Naast de relatieve flexibiliteit is er ook gezorgd voor de nodige wetgeving om frauderende toplui te vervolgen. De praktijk zal moeten uitwijzen of de maatregelen het gewenste effect bereiken en of grote schandalen vermeden zullen kunnen worden. Deze vraag geldt niet enkel voor ons land maar voor alle landen waar corporate governance hervormingen werden doorgevoerd.

\* \* \*

## **Een econometrische studie van armoede in Rwanda 1990 - 2000**

**MARIJ SPIESSCHAERT** (KULeuven, Handelsingenieur (2005))

*Promotor: Prof. Dr. Jo Swinnen*

*Werkleider: Dr. Philip Verwimp*

De eindverhandeling beschrijft en analyseert armoedemeting in Rwanda in 1990 en tien jaren later, na de genocide, in 2000.

In het eerste hoofdstuk geven we een overzicht van de verschillende gangbare definities rond armoede waarna we een aantal aspecten belichten in verband met armoedemeting. Armoede kan men louter beschouwen als over een te laag inkomen te beschikken om aan voedselbehoeften te voldoen (Anand (2001)). Daarentegen kan men het begrip ruimer opvatten en beschouwt men een gezin als arm als het ook geen inspraak heeft in de gemeenschap, als de kinderen geen onderwijs kunnen volgen, als gezinsleden ziek zijn... (Sen (1987)) Het opmeten van zowel het monetaire aspect van armoede met name het inkomen en de consumptie, als de kwalitatieve armoedeparameters scheppen problemen (World Bank (2004)). In de eindverhandeling kiezen we voor de monetaire consumptie als basis om de armoedegrens te berekenen waarbij we gegevens op gezinsniveau aanwenden.

Uit een korte schets van de geschiedenis van Rwanda (Des Forges (1999); Prunier (1995); Unvin (1998)) en van de armoede in de gebieden ten zuiden van de Sahara (Green (1986)) in het volgende hoofdstuk, blijkt dat Centraal-Afrika door de eeuwen heen woelige periodes heeft gekend, met elk hun weerslag op de armoede. Dat is niet anders geweest in Rwanda, waarbij de genocide, die in 1994 in Rwanda uitbrak, een extra dimensie toevoegt aan de geschiedenis van het land en de altijd heersende armoede.

Het derde hoofdstuk splitsen we op in twee grote delen: een theoretisch gedeelte en een praktisch waarin we de theorie toepassen op de verzamelde data voor Rwanda. De theorie beschrijft hoe je eerst de arme gezinnen moet definiëren door middel van het opstellen van een armoedegrens – het identificatieprobleem – en daarna bespreken we het aggregatieprobleem (Ravallion (1994)). Dat houdt in dat we proberen de karakteristieken van de armen te achterhalen met behulp van armoedemeting en door armoedeprofielen op te stellen (Sen (1982); Ravallion (1998)). De armoedegrens bespreken we uitgebreider dan de andere topics, omdat de armoedegrens het fundament vormt van het armoedeonderzoek.

Het tweede praktische gedeelte start met een beschrijving van de twee datasets, die dateren van 1990 en eind de jaren negentig, en die we gebruiken wanneer we de armoede in Rwanda opmeten. De twee datasets bevatten elk een nationaal representatieve steekproef waarbij gezinnen uit alle provincies werden geïnterviewd. Ze stelden echter wel vergelijkingsproblemen, daar niet dezelfde gezinnen geïnterviewd werden, en men in de enquêtes die men respectievelijk gebruikte in 1990 en tien jaren later andere accenten heeft gelegd. Zodoende vormde het inkomen de basis voor armoedemeting voor de dataset 1990 en de uitgaven de basis voor dataset 2000. Vervolgens hebben we de voor- en nadelen van de twee verschillende meetmethodes ter opstelling van een armoedegrens, namelijk de Food-Energy-intake methode en de Cost-of-Basic-Needs methode (Thorbecke (2004); Wodon (1997)), grondig vergeleken, en rekening houdend met de gevolgen van de gemaakte assumpties, hebben we een armoedegrens opgesteld op basis

van de cost-of-basic-needs methode. De armoedegrens die het Ministerie van Financiën en Economische Planning in Rwanda (Minecofin (2002)), reeds had berekend voor de dataset 2000 diende als uitgangspunt om de armoedegrens voor de dataset 1990 op te stellen. Om de grootte van het armoedeprobleem te kwantificeren, besloten we de armoede-indices te gebruiken van Foster, Greer en Thorbecke, omdat zij als belangrijkste voordeel hebben dat men de heersende armoede kan opsplitsen over verschillende groepen heen (Foster, Greer en Thorbecke (1984); Greer en Thorbecke (1986b)). Daardoor slaagt men erin armoedeprofielen op te stellen (Greer en Thorbecke (1986a)). We hebben zowel de karakteristieken van arme als van extreem arme gezinnen achterhaald.

Alle vergelijkingsproblemen in acht genomen, konden we toch concluderen dat de armoede op tien jaar tijd is afgenomen. In 1990 leefde bijna drie kwart van de gezinnen in armoede, in 2000 was het cijfer gedaald tot 65 %. Ook de extreme armoede is afgenomen. Wat de bekomen profielen betreft zijn de belangrijkste bevindingen, die weinig verschillen tussen arme en extreem arme gezinnen, de volgende: de gezinnen die leven in het oosten van Rwanda zijn minder arm dan gezinnen in het westen en het zuiden van Rwanda. Bovendien zijn gezinnen met een vrouw aan het hoofd armer dan gezinnen met een man aan het hoofd. Het belang van het scholingsniveau van het gezinshoofd sprong in het oog, alsook het belang van andere inkomstenbronnen dan subsistentie en de positieve invloed van een grotere hoeveelheid grond waarop men aan landbouw kan doen in de landbouwstaat die Rwanda tot op de dag van vandaag is. De landarbeiders kennen de grootste armoede.

De besluiten die we konden trekken uit de armoedeprofielen, brachten ons ertoe een regressieanalyse uit te voeren in het vierde hoofdstuk, om te vergelijken of die variabelen effectief die positieve of negatieve impact hebben op het inkomen voor 1990 als afhankelijke variabele en de uitgaven voor 2000 als afhankelijke variabele. Omdat niet aan alle assumpties was voldaan die ten grondslag liggen aan een lineaire regressie (Vandebroek en Goos (2003)), moesten we de coëfficiënten met voorzichtigheid interpreteren. De opgestelde modellen voor 1990 en voor 2000 bevestigden de eerder getrokken conclusies uit de berekende armoedeprofielen.

De eindverhandeling ronden we af met een algemeen besluit, waarbij we kort de conclusies van elk van de hoofdstukken nog eens meegeven, alsook een verwijzing naar het feit dat armoedebestrijding begint met een goede analyse en beschrijving van uitgevoerd onderzoek, maar verder moet gaan met het opstellen van een effectief beleid. De heersende armoede moet men blijven opvolgen, waarbij we aanraden om dezelfde gezinnen te interviewen en gebruik te maken van dezelfde vragenlijsten, zodat men een panel dataset verkrijgt en men niet meer met vergelijkingsproblemen kampt.

## NOTEN

- Anand S., 2001, The Definition and Measurement of Poverty, in Subramanian S., Measurement of Inequality and Poverty, (Oxford University Press), 243-279.
- Des Forges A., 1999, Leave None to Tell the Story: Genocide in Rwanda, *Human Rights Watch*, 31-64.
- Foster J., Greer J., Thorbecke E., 1984, A Class of Decomposable Poverty Measures, *Econometrica* 52, 3, 761-766.
- Green H., 1986, Sub-Saharan Africa: Poverty of Development, Development of Poverty, Discussion Paper No. 218, (Institute of Development Studies IDS, University of Sussex).
- Greer J., Thorbecke E., 1986a, Food Poverty Profile Applied to Kenyan Smallholders, *Economic Development and Cultural Change* 35, 1, 115-142.
- Greer J., Thorbecke E., 1986b, A Methodology for Measuring Food Poverty Applied to Kenya, *Journal of Development Economics* 24, 1, 59-74.
- Minecofin, National Poverty Reduction Programme & Statistics Department, 2002, A Profile of Poverty in Rwanda. An Analysis Based on the Results of the Household Living Condition Survey 1999-2001, (Ministry of Finance and Economic Planning, Republic of Rwanda), 1-45.
- Prunier G., 1995, The Rwanda Crisis 1959-1994. History of a Genocide, (Hurst & Company, London), 2-95.

- Ravallion M., 1994, Poverty Comparisons. Fundamentals of Pure and Applied Economics. Distribution section, (Harwood Academic Publishers), 3.
- Ravallion M., 1998, Poverty Lines in Theory and Practice. Living Standard Measurement Study, Working Paper No. 133, (World Bank, Washington DC), [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSCContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000094946\\_99031911030079/Rendered/PDF/multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSCContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000094946_99031911030079/Rendered/PDF/multi_page.pdf)
- Sen A., 1982, Poverty and Famines. An Essay on Entitlement and Deprivation, (Oxford Clarendon Press), 11-44.
- Sen A., 1987, The Standard of Living, (Cambridge, Cambridge University Press), 25-37.
- Thorbecke E., 2004, Conceptual and Measurement Issues in Poverty Analysis, Discussion Paper No. 04, (WIDER, United Nations University), <http://www.wider.unu.edu/publications/dps/dps2004/dp2004-004.pdf>
- Uvin P., 1998, Aiding Violence. The Development Enterprise in Rwanda, (Kumarian Press), 1-19.
- Vandebroek M., Goos P., 2003, Gevorderde bedrijfsstatistiek, (Uitgeverij Acco Leuven), 1-74.
- Wodon Q.T., 1997, Food Energy Intake and Cost of Basic Needs: Measuring Poverty in Bangladesh, *The Journal of Development Studies* 34, 2, 66-101.
- World Bank, 2004, Poverty Manual, (Shagid, Khandker, Washington DC), 1-27, <http://www.worldbank.org/wbi/povertyanalysis/manual/index.html>